

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

长城汽车 (601633)

投资评级

上次评级

陆嘉敏 汽车行业首席分析师
执业编号: S1500522060001
联系电话: 13816900611
邮箱: lujiamin@cindasc.com

王欢 汽车行业分析师
执业编号: S1500522100003
联系电话: 18643122434
邮箱: wanghuan1@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

长城汽车：23Q1 短期承压，看好 23 年新能源转型大年

2023 年 04 月 25 日

事件：公司发布 2023 年一季报，公司 2023Q1 实现营收 290.4 亿元，同比-13.6%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比-89.3%；毛利率 16.07%，同比-1.11pct；净利率 0.60%，同比-4.26pct。

点评：

- **23Q1 为公司转型调整期，公司一季度销量同比下滑。**公司 23Q1 共实现销量 22 万辆，同比-22.4%。分品牌来看，哈弗品牌实现销量 12.6 万辆，同比-24.6%；WEY 品牌实现销量 3403 辆，同比-76.2%；欧拉品牌实现销量 1.8 万辆，同比-47.4%；坦克品牌 2.4 万辆，同比-6.0%；皮卡实现销量 4.9 万辆，同比+13.7%，除皮卡品牌外其余品牌销量均有所下滑，销量下滑致使 23Q1 营收下降。
- **转型期间投入加大，费用率提升。**23Q1 公司期间费用率为 13.98%，同比+2.54pct。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.01%、3.65%、5.28%、0.04%，同比分别+1.88pct、+0.15pct、+1.34pct、-0.83pct。除财务费用率外其他三项费用率均有所提升，我们认为主要系公司今年加大新能源领域投入，研发投入加大以及渠道建设增多。
- **组织架构再变革，叠加新品周期，看好公司 2023 年新能源转型。**公司进行品牌整合，魏牌和坦克、欧拉和沙龙，将采用双品牌运营模式，在组织管理上全面整合。整合后，坦克品牌 CEO 刘艳钊兼任魏牌 CEO，发力高端新能源以及全球市场；欧拉和沙龙则专注于纯电，由沙龙品牌 CEO 文飞担任沙龙和欧拉双品牌 CEO。同时公司调整股权激励考核业绩，2023 年净利润目标不低于 60 亿元，锚定业绩下限。新车方面，公司 2023 年将发布多款新车，如魏牌蓝山 DHT-PHEV、哈弗枭龙、枭龙 MAX、哈弗二代大狗 PHEV 等多款新车，延续新品周期，看好公司 2023 年新能源转型。
- **盈利预测：**公司 23 年组织架构再变革，且将推出多款新能源车型，加速新能源转型。但考虑到公司 23Q1 业绩下滑，且 2023 年乘用车行业竞争加剧，我们下调公司盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 61 亿元、85 亿元、109 亿元，对应 EPS 分别为 0.72、1.00、1.28 元，对应 PE 分别为 39 倍、28 倍和 22 倍。
- **风险因素：**新车推出不及预期，新车销量不及预期，行业竞争加剧等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(亿元)	1,364	1,373	1,998	2,461	2,816
增长率 YoY %	32.0%	0.7%	45.5%	23.2%	14.4%
归属母公司净利润 (亿元)	67	83	61	85	109
增长率 YoY%	25.4%	22.9%	-25.7%	38.6%	27.7%
毛利率%	16.2%	19.4%	17.9%	18.7%	18.8%
净资产收益率ROE%	10.8%	12.7%	8.6%	11.1%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.97	0.72	1.00	1.28
市盈率 P/E(倍)	35.25	28.68	38.59	27.85	21.81
市净率 P/B(倍)	3.82	3.64	3.34	3.10	2.84

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 24 日收盘价

资产负债表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,084	1,077	1,841	1,697	2,419	
货币资金	330	358	1,043	709	1,388	
应收票据	32	27	28	54	40	
应收账款	54	66	66	69	86	
预付账款	17	22	28	36	41	
存货	140	224	236	324	308	
其他	510	380	439	505	556	
非流动资产	670	777	837	852	851	
长期股权投资	95	103	133	163	193	
固定资产	274	269	262	276	283	
无形资产	71	82	88	75	57	
其他	230	322	354	338	318	
资产总计	1,754	1,854	2,678	2,549	3,270	
流动负债	956	958	1,725	1,529	2,162	
短期借款	52	59	59	59	59	
应付票据	268	301	610	556	777	
应付账款	371	293	709	513	883	
其他	265	305	346	400	442	
非流动负债	177	243	242	254	274	
长期借款	87	154	134	144	164	
其他	90	89	108	110	110	
负债合计	1,133	1,201	1,968	1,783	2,435	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	621	652	711	766	835	
负债和股东权益	1,754	1,854	2,678	2,549	3,270	

重要财务指标		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,364	1,373	1,998	2,461	2,816	
同比(%)	32.0%	0.7%	45.5%	23.2%	14.4%	
归属母公司净利润	67	83	61	85	109	
同比	25.4%	22.9%	-25.7%	38.6%	27.7%	
毛利率(%)	16.2%	19.4%	17.9%	18.7%	18.8%	
ROE%	10.8%	12.7%	8.6%	11.1%	13.0%	
EPS(摊薄)(元)	0.79	0.97	0.72	1.00	1.28	
P/E	35.25	28.68	38.59	27.85	21.81	
P/B	3.82	3.64	3.34	3.10	2.84	
EV/EBITDA	42.65	22.24	15.79	13.13	7.32	

利润表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	1,364	1,373	1,998	2,461	2,816	
营业成本	1,144	1,107	1,640	2,000	2,285	
营业税金及附加	42	51	64	79	87	
销售费用	52	59	100	123	135	
管理费用	40	49	72	89	99	
研发费用	45	64	82	101	115	
财务费用	-4	-25	8	0	4	
减值损失合计	-5	-3	-11	-9	-8	
投资净收益	11	7	10	12	14	
其他	12	9	26	12	13	
营业利润	64	80	57	85	110	
营业外收支	11	8	8	6	6	
利润总额	75	88	65	91	116	
所得税	8	6	4	6	7	
净利润	67	83	61	85	109	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司净利润	67	83	61	85	109	
EBITDA	102	114	103	150	178	
EPS(当年)(元)	0.73	0.91	0.72	1.00	1.28	

现金流量表		单位:亿元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	353	123	803	-234	767	
净利润	67	83	61	85	109	
折旧摊销	56	66	50	67	69	
财务费用	1	0	12	11	12	
投资损失	-12	-9	-10	-12	-14	
营运资金变	247	-13	698	-389	588	
其它	-7	-4	-8	3	2	
投资活动现金流	-112	-105	-101	-70	-55	
资本支出	-125	-159	-66	-52	-39	
长期投资	4	48	-45	-30	-30	
其他	9	6	10	12	14	
筹资活动现金流	-96	-31	-16	-29	-32	
吸收投资	8	4	-3	0	0	
借款	92	221	-20	10	20	
支付利息或股息	-59	-12	-12	-41	-52	
现金流净增加额	143	-10	685	-334	679	

研究团队简介

陆嘉敏，信达证券汽车行业首席分析师，上海交通大学机械工程学士&车辆工程硕士，曾就职于天风证券，2018年金牛奖第1名、2020年新财富第2名、2020新浪金麒麟第4名团队核心成员。4年汽车行业研究经验，擅长自上而下挖掘投资机会。汽车产业链全覆盖，重点挖掘特斯拉产业链、智能汽车、自主品牌等领域机会。

王欢，信达证券汽车行业研究员，吉林大学汽车服务工程学士、上海外国语大学金融硕士。曾就职于丰田汽车技术中心和华金证券，一年车企工作经验+两年汽车行业研究经验。主要覆盖整车、特斯拉产业链、电动智能化等相关领域。

曹子杰，信达证券汽车行业研究助理，北京理工大学经济学硕士、工学学士，主要覆盖智能汽车、车联网、造车新势力等。

丁泓婧，墨尔本大学金融硕士，主要覆盖智能座舱、电动化、整车等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。